

## 西南铜业搬迁强化冶炼产能布局，矿山端资产注入可期

2024年01月01日

► **事件：截至 2023 年 12 月 30 日，西南铜业政策性搬迁工程整体进度完成约 55%。**西南铜业政策性搬迁工程建成后将具备年产阴极铜 55 万吨，硫酸 135 万吨、金 11 吨、银 650 吨的产能，同时生产其他有关副产品，总投资约 64 亿元，建设周期为 24 个月，预计可实现销售收入 313.8 亿元/年。初步计划电解系统 2024 年 5 月建成投产、火法系统 8 月投料。经公司初步测算，以 2023 年公司阴极铜预算产量 128 万吨为基础，西南铜业搬迁对公司 2024 年主产品阴极铜总产量影响数预计不超过 10 万吨。

► **矿山端：普朗铜矿为核心矿山。**截止 2022 年底，公司保有矿石量 9.96 亿吨，同比增加 0.41 亿吨；铜金属量 374.56 万吨，同比增加 13.51 万吨，铜平均品位 0.38%。其中迪庆有色普朗铜矿保有铜金属资源量 289 万吨，占公司总的铜资源量比例为 77%。2022 年普朗铜矿铜产量为 3.64 万吨，占公司产量的 58%。

► **冶炼端：绿色冶炼标杆，期待新生。**公司经过多年的发展和积淀、科学的布局，已形成西南、东南、北方三大冶炼基地，即西南铜业、东南铜业、赤峰云铜三大冶炼厂，产能合计为 130 万吨。其中西南铜业的产能为 50 万吨，产能占比近 40%，为云南铜业最大冶炼厂。

► **公司是中铝集团、中国铜业唯一铜产业上市平台，背靠大股东，资源并购未来可期。**①**凉山矿业：**云铜集团持有凉山矿业 36.67% 股份，云南铜业持有凉山矿业 23.3% 股权，该公司目前正在进行红泥坡铜矿采选工程建设，25 年下半年投产后或将贡献 2.4 万吨铜增量。按照 7 万元的税前铜价进行测算，若凉山矿业能注入上市公司，则红泥坡铜矿对应上市公司 60% 股权的归母净利润或为 3.5 亿元。②**秘鲁 Toromocho 铜矿：**该铜矿位于秘鲁中部，项目探明矿石储量 15.3 亿吨，其中含铜金属资源储量 1000 万吨，为千万吨级世界级特大型铜矿，也是我国在海外从零开始建成的第一个世界级铜矿矿山。中铝集团于 2007 年收购项目全部股权，2014 年建成投产，2022 年该矿产铜 24.42 万吨。目前，Toromocho 铜矿二期扩建项目已经基本完成建设，新增矿石处理能力 5.3 万吨/天，新增铜精矿含铜 8 万吨/年，整个项目达到年矿产铜约 30 万吨。③**西藏金龙矿业：**中国铜业一级子公司中铜矿产资源有限公司通过全资子公司中铜西藏矿业持有西藏金龙矿业股份有限公司 66% 股权，金龙矿区推断及以上铜金属量超过 1000 万吨。公司背靠中铝集团，未来优质资源注入机会可期。

► **投资建议：**公司作为中铝集团旗下唯一铜产业上市公司，自身铜矿和冶炼主业稳健发展，同时集团资产注入可期。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 20.01/21.35/22.11 亿元，对应 2023 年 12 月 29 日收盘价的 PE 分别为 11X/10X/10X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**铜等金属价格下跌，项目进展不及预期，汇率波动风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	134,915	146,348	149,541	151,799
增长率 (%)	6.2	8.5	2.2	1.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,809	2,001	2,135	2,211
增长率 (%)	178.6	10.7	6.7	3.6
每股收益 (元)	0.90	1.00	1.07	1.10
PE	12	11	10	10
PB	1.7	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 12 月 29 日收盘价)

### 推荐

### 维持评级

### 当前价格：

### 10.89 元



**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**分析师 张弋清**

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

### 相关研究

1.云南铜业 (000878.SZ) 2023 年三季报点评：普朗铜矿股权比例提升，经营业绩稳步增长-2023/10/28

2.云南铜业 (000878.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：普朗铜矿股权比例提升，经营业绩创历史新高-2023/05/08

# 目录

<b>1 事件：公司发布西南铜业政策性搬迁的进展公告</b> .....	<b>3</b>
<b>2 业绩受迁建影响小，绿色标杆期待新生</b> .....	<b>3</b>
2.1 公司经营业绩继续稳定增长.....	3
2.2 矿山端：普朗铜矿为核心矿山.....	5
2.3 冶炼端：绿色冶炼标杆，期待新生 .....	6
2.4 背靠中铝，资源并购未来可期.....	8
<b>3 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>11</b>
<b>4 风险提示</b> .....	<b>12</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>14</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>14</b>

## 1 事件：公司发布西南铜业政策性搬迁的进展公告

截至 2023 年底，西南铜业政策性搬迁工程整体进度完成约 55%。公司于 2022 年底启动西南铜业政策性搬迁事宜，并于 2022 年 3 月与安宁市政府签订了《云南铜业股份有限公司西南铜业分公司搬迁项目招商引资投资协议》。搬迁项目建成后将具备年产阴极铜 55 万吨，硫酸 135 万吨、金 11 吨、银 650 吨的产能，同时生产其他有关副产品，总投资约 64 亿元，建设周期为 24 个月，预计可实现销售收入 313.8 亿元/年。

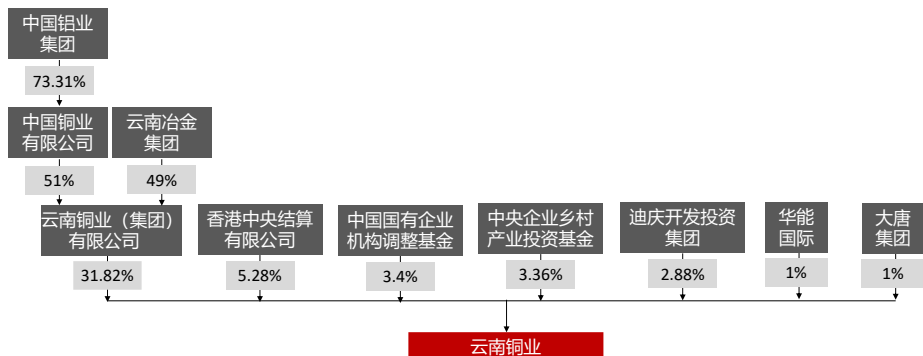
2023 年 12 月 30 日，公司发布公告披露了西南铜业政策性搬迁的最新进展及后续对公司的影响。截至公告日，工程整体进度完成约 55%，正在实施火法厂房钢结构及炉体安装，电解厂房已封顶，制氧、制酸及供电等子项工程正常推进中，初步计划电解系统 2024 年 5 月建成投产、火法系统 8 月投料。经公司初步测算，以 2023 年公司阴极铜预算产量 128 万吨为基础，西南铜业搬迁对公司 2024 年主产品阴极铜总产量影响数预计不超过 10 万吨。本次搬迁降优化公司冶炼布局及生产工艺，实现资源的高效综合利用，降低生产成本，提升公司的综合竞争力。

## 2 业绩受迁建影响小，绿色标杆期待新生

### 2.1 公司经营业绩继续稳定增长

公司是中铝集团、中国铜业唯一铜产业上市平台，控股股东为云南铜业集团有限公司，持股比例为 31.82%，实际控制人为国务院国资委。矿山资源丰富，同时具备从勘探、采选、冶炼、综合回收利用到销售的上下产业链协同优势。

图1：公司股权结构（截至 2023 年三季度末）



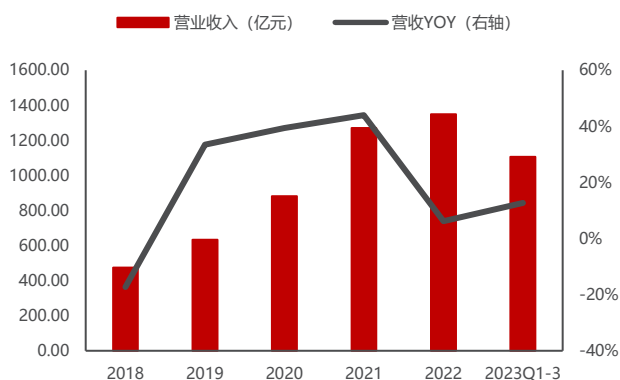
资料来源：ifind，民生证券研究院

公司主要业务涵盖了铜的勘探、采选、冶炼，贵金属和稀散金属的提取与加工，硫化工以及贸易等领域。2023 年上半年，公司生产铜精矿含铜 3.12 万吨同比基本持平，生产阴极铜 65.87 万吨同比增长 6.44%，生产硫酸 239.17 万吨同比增长 9.34%，生产黄金 9.80 吨同比增长 17.36%，生产白银 401.49 吨同

比增长 28.12%，各主产品均完成产量任务。

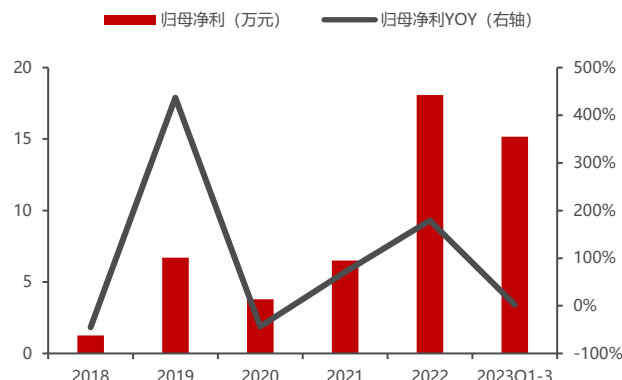
2023 年前三季度，公司实现营业收入 1105.55 亿元，同比增长 12.75%，归母净利润 15.18 亿元，同比增长 2.52%。2023 年公司正式启动了西南铜业的搬迁工作，其中老装置预计于 2023 年 12 月 30 日后才开始有序停产，因此搬迁工作对公司 2023 年整体生产经营未产生影响，2023 年前三季度，公司经营业绩继续实现稳定增长。

图2：2018-2023Q1-3 公司营收情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

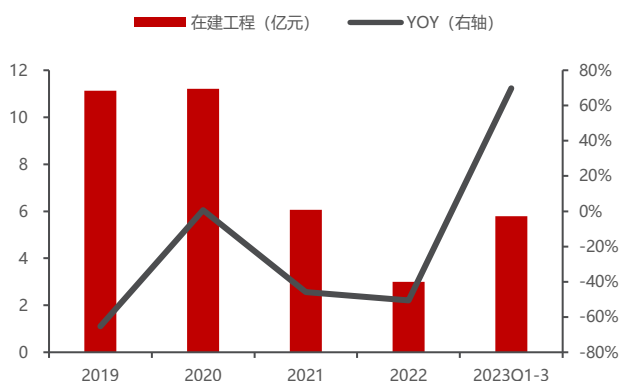
图3：2018-2023Q1-3 公司归母净利润情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

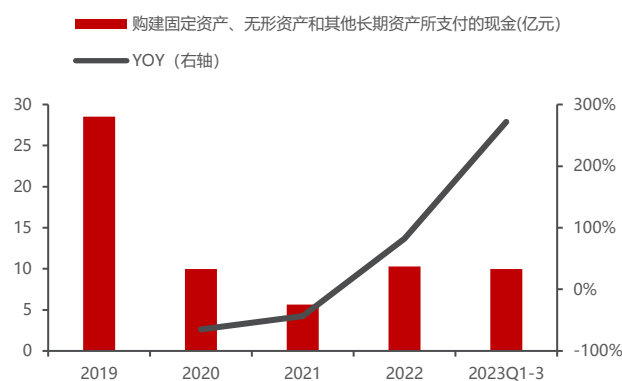
公司在建工程及现金支出增长明显。随着搬迁工程的逐步开展，公司在建工程规模和现金支出增长明显。截至 2023 年三季度，公司在建工程规模为 5.79 亿元，同比增长 69.8%；购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金支出为 9.98 亿元，同比增长 271.8%。

图4：2023 年前三季度公司在建工程增长明显



资料来源：ifind，民生证券研究院

图5：2023 年前三季度公司现金支出增长明显



资料来源：ifind，民生证券研究院

## 2.2 矿山端：普朗铜矿为核心矿山

截止 2022 年底，公司保有矿石量 9.96 亿吨，同比增加 0.41 亿吨；铜金属量 374.56 万吨，同比增加 13.51 万吨，铜平均品位 0.38%。公司目前主要拥有的普朗铜矿、大红山铜矿、羊拉铜矿等矿山主要分布在三江成矿带，具有良好的成矿地质条件和进一步找矿的潜力。公司高度重视矿山资源接替，持续开展各矿区地质综合研究、矿山深边部找探矿工作。2022 年，公司开展矿产勘查活动新增推断级以上铜资源金属量 24.27 万吨。迪庆有色普朗铜矿保有铜金属资源量 289 万吨，占公司总的铜资源量比例为 77%。

**表1：截至 2022 年底公司保有资源量情况**

序号	单位	矿石量 (万吨)	Cu 平均品位 (%)	Cu 金属量 (万吨)	资源剩余可开采年限 (年)
1	迪庆有色	86,991.91	0.33	288.53	32
2	玉溪矿业	9,726.86	0.59	57.29	12
3	迪庆矿业	1,826.99	1	18.18	21
4	楚雄矿冶	1,045.10	1.01	10.56	2
5	<b>公司合计</b>	<b>99,590.86</b>	<b>0.38</b>	<b>374.56</b>	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2022 年，公司精矿含铜产量按合并报表口径统计为 6.26 万吨，按权益量统计为 5.77 万吨。2022 年，公司收购云铜集团持有的迪庆有色 38.23% 股权，公司持有迪庆有色股份由 50.01% 提高至 88.24%，资源量进一步提升。迪庆有色普朗铜矿是以铜为主，伴有钼、金、银等有色金属的特大型铜矿。截止 2022 年底，普朗铜矿保有铜金属量 288.53 万吨，平均品位 0.33%。普朗铜矿采用全地下开采，采矿方法为自然崩落采矿法，是目前国内建成投产最大的自然崩落法地下矿山，也是国内最为先进的矿山之一。2022 年普朗铜矿铜产量为 3.64 万吨，占公司产量的 58%。

**表2：矿山企业铜精矿含铜产量情况表**

矿产名称	单位	持有权益	2023H1	2022	2021	2020	2019
迪庆有色	万吨	88.24%	1.93	3.64	4.89	6.08	4.80
玉溪矿业	万吨	100.00%	0.98	1.91	1.95	2.30	2.29
楚雄矿冶	万吨	100.00%	0.02	0.46	0.37	0.64	0.67
迪庆矿业	万吨	75.00%	0.19	0.25	0.23	0.29	0.26
凉山矿业	万吨	20.00%	-	-	1.24	1.5	1.4
思茅山水	万吨	45.00%	-	-	1.09	1.09	1.18
<b>控股矿山产量合计</b>	<b>万吨</b>	<b>-</b>	<b>3.12</b>	<b>6.26</b>	<b>7.57</b>	<b>9.80</b>	<b>8.43</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院

从矿山子公司运营情况来看，迪庆有色旗下普朗铜矿是公司主要矿山，近几年生产盈利稳定，2023 年上半年实现净利润 3.4 亿元，占公司净利润比例达到 26%

(不考虑内部抵消等)。此外，玉溪矿业盈利表现突出，2023 年上半年盈利已逼近 2022 年全年水平，迪庆矿业实现扭亏为盈。楚雄矿冶 2024 年将稳步推进破产清算等工作，其亏损对公司未来影响有限。

**表3：矿山子公司经营情况**

	营业收入 (亿元)			净利润 (亿元)		
	2023H1	2022	2021	2023H1	2022	2021
迪庆有色	13.04	24.83	28.26	3.4	7.18	9.6
玉溪矿业	11.96	24.07	24.71	2.2	2.93	2.37
楚雄矿冶	0.12	3.1	3.64	-0.66	0.02	-3.9
迪庆矿业	1.6	1.79	1.54	0.17	-2.44	-0.58

来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.3 冶炼端：绿色冶炼标杆，期待新生

**西南铜业产能占比近 40%，为云南铜业最大冶炼厂。**公司经过多年的发展和积淀、科学的布局，已形成西南、东南、北方三大冶炼基地，即西南铜业、东南铜业、赤峰云铜三大冶炼厂，产能合计为 130 万吨。其中西南铜业的产能为 50 万吨，是公司拥有的产能最大的冶炼厂，权益也最多，为 100%。西南冶炼基地的西南铜业和滇中有色采用艾萨炉、易门铜业采用底吹炉；东南冶炼基地的东南铜业采用“双闪”闪速炉；北方基地的赤峰云铜采用拥有自主知识产权的连吹炉。公司三大冶炼基地，通过多种冶炼工艺技术齐头并进发展，使得公司在生产组织及冶炼过程中可以合理调配，提高原料适应性，降低成本。

**表4：公司冶炼企业产能及权益情况**

炼厂名称	单位	产能	持有权益
西南铜业	万吨	50	100%
赤峰云铜	万吨	40	45%
东南铜业	万吨	40	60%
合计	万吨	130	-

资料来源：公司公告，民生证券研究院

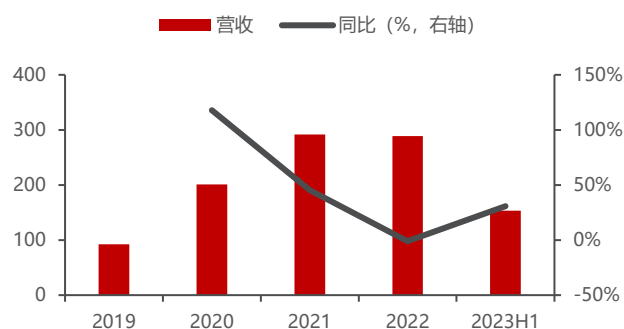
从过去几年冶炼端运营情况来看，公司三大冶炼厂均已实现满产状态，2023 年上半年运行良好，西南铜业、赤峰云铜、东南铜业 2023 年上半年分别实现阴极铜产量 25.75 万吨、21.9 万吨、18.22 万吨。据赤峰云铜公众号，赤峰云铜 2023 年产量、利润等指标均创历史新高；东南铜业公众号显示，截至 12 月 25 日，阴极铜产量已完成 41 万吨，同比提升 2.2%。公司冶炼端的盈利能力同样较强，2023 上半年赤峰云铜、东南铜业营收分别为 153.09 亿元和 130.37 亿元，净利润分别为 2.76 亿元和 1.96 亿元，同比分别变化+35.3%和-43.4%，其中东南铜业上半年业绩同比下降主要源于公司 1 月份集中检修。公司赤峰云铜和东南铜业冶炼厂良好的经营亦将减弱西南铜业迁建对公司整体形成的影响。



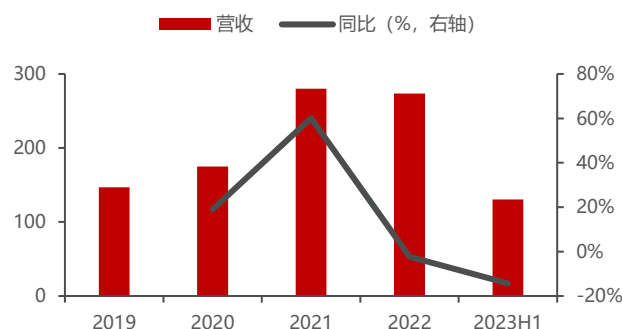
**表5: 2018-2023H1 公司冶炼企业阴极铜产量情况 (单位: 万吨)**

产量	并表阴极铜产量			权益阴极铜产量			权益阴极铜合计
	西南铜业	赤峰云铜	东南铜业	西南铜业	赤峰云铜	东南铜业	
2018	52.5	15.52	-	52.5	6.98	-	59.48
2019	52.6	26.79	32.12	52.6	12.05	19.27	83.92
2020	53.7	41.8	35.4	53.7	18.81	21.24	93.75
2021	50.3	42.92	41.51	50.3	19.31	24.91	94.52
2022	51.73	43.09	40.1	51.73	19.39	24.06	95.18
2023H1	25.75	21.9	18.22	25.75	9.86	10.93	46.54

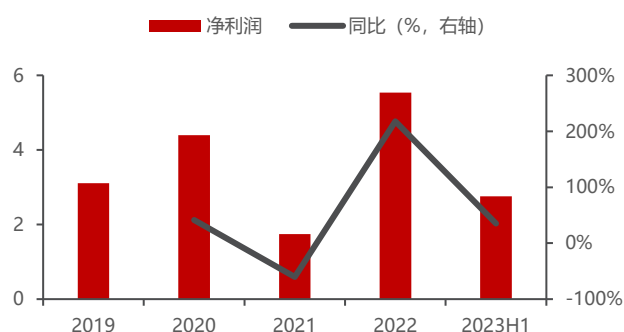
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图6: 赤峰云铜子公司营收情况 (单位: 亿元)**


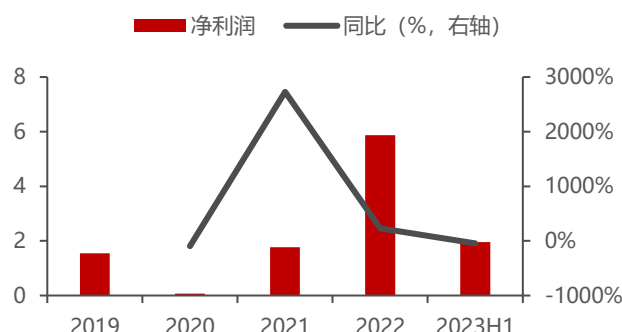
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图7: 东南铜业子公司营收情况 (单位: 亿元)**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图8: 赤峰云铜子公司净利润情况 (单位: 亿元)**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图9: 东南铜业子公司净利润情况 (单位: 亿元)**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**西南铜业为冶炼绿色标杆企业, 期待新生。**西南铜业践行“绿水青山就是金山银山”发展理念, 顺应“双碳”目标新形势, 努力打造“碧水蓝天”花园式工厂。近年来, 西南铜业对厂区环境进行大力综合整治, 主要污染物排放指标连年下降;; 自主开发的“电解硫酸铜多效真空蒸发技术”, 每年节约标煤 1700 余吨; 铜冶炼综合能耗持续下降, 由 2018 年的 224.64 千克标准煤/吨, 下降到 2022 年的 205.54 千克标准煤/吨, 较行业标杆水平低 55 千克标准煤/吨。2023 年上半年公

司粗铜综合煤耗相比 2022 年同期下降 35.1%，燃煤使用量下降 4230 吨，降低碳排放量 10670 吨，上半年度铜冶炼综合能耗同比下降 2.8%，矿产阴极铜能耗降低 534.1 吨标准煤。西南铜业连续四年获得工信部“能效领跑者”称号，也是全国铜冶炼行业唯一一家。此次迁建亦是为了更好地响应国家“碳达峰、碳中和”政策，实现企业的转型升级和高质量发展，打造“清洁、节能、高效”的铜冶炼企业，期待绿色冶炼标杆的新生。

## 2.4 背靠中铝，资源并购未来可期

**公司是中铝集团、中国铜业唯一铜产业上市平台，背靠大股东资源并购未来可期。**

①**凉山矿业**：云铜集团持有凉山矿业 36.67% 股份，云南铜业持有凉山矿业 20% 股权，通过全资子公司云南楚雄矿冶有限公司持有凉山矿冶 3.33% 股权，该公司正在进行红泥坡铜矿采选工程建设，25 年下半年投产后或将贡献 2.4 万吨铜增量。

②**秘鲁 Toromocho 铜矿**：该铜矿位于秘鲁中部，项目探明矿石储量 15.3 亿吨，其中含铜金属资源储量 1000 万吨，为千万吨级世界级特大型铜矿，也是我国在海外从零开始建成的第一个世界级铜矿矿山。中铝集团于 2007 年收购项目全部股权，2014 年建成投产，2022 年该矿产铜 24.42 万吨。目前，Toromocho 铜矿二期扩建项目已经基本完成建设，新增矿石处理能力 5.3 万吨/天，新增铜精矿含铜 8 万吨/年，整个项目达到年矿产铜约 30 万吨。

③**西藏金龙矿业**：中国铜业一级子公司中铜矿产资源有限公司通过全资子公司中铜西藏矿业持有西藏金龙矿业股份有限公司 66% 股权，金龙矿区推断及以上铜金属量超过 1000 万吨。公司背靠中铝集团，未来优质资源注入机会可期。

**表6：中国铜业旗下铜板块主要运营主体情况**

一级子公司	简称	持股比例	二级子公司	简称	持股比例	备注
云南铜业（集团）有限公司	云铜集团	100%	云南铜业股份有限公司	云南铜业	31.82%	矿山开采，阳极铜、阴极铜生产线
			凉山矿业股份有限公司	凉山矿业	46.36%	矿山开采，阳极铜生产线
			中铜（昆明）铜业有限公司	昆明铜业	100%	铜加工材生产线
中铝矿业国际	中铝矿业国际	100%	中铝秘鲁铜业公司	秘鲁铜业	100%	矿山开采，Toromocho(特罗莫克)铜矿
中铜矿产资源有限公司	中铜资源	93.32%	中铜西藏矿业有限公司	西藏矿业	93.32%	持有西藏金龙矿业股份有限公司 66% 股权，金龙矿区推断及以上铜金属量超过 1000 万吨
中铝洛阳铜业有限公司	洛阳铜业	91.69%	中铜洛阳铜加工有限公司	洛阳铜加工	91.69%	铜加工材生产线
中铜华中铜业有限公司	华中铜业	78.48%	-	-	-	铜加工材生产线

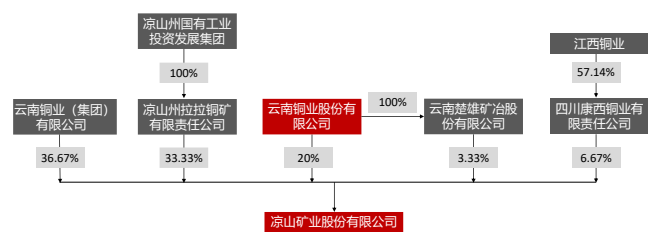
资料来源：《中国铜业有限公司 2023 年度跟踪评级报告》，民生证券研究院

注：云铜集团持有凉山矿业 36.67% 股权，云南铜业持有凉山矿业 20% 股权，通过全资子公司云南楚雄矿冶有限公司持有凉山矿冶 3.33% 股权，二级公司持股比例均为股权穿透后的持股比例



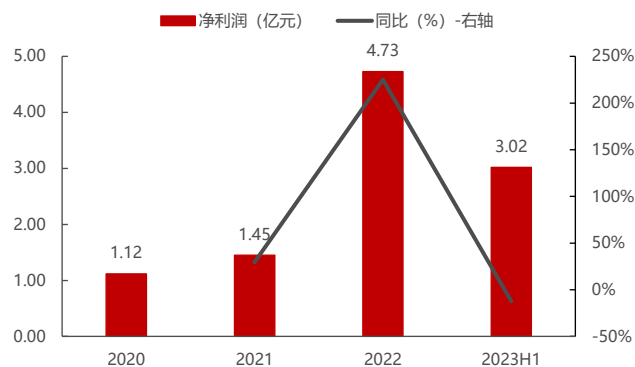
凉山矿业盈利较好。2020-2022 年净利润分别为 1.12/1.45/4.73 亿元, 受益于铜价上涨和铜冶炼加工费提升, 公司盈利能力稳步上行, 由于 2022H1 铜价高基数, 2023H1 公司净利润为 3.02 亿元, 同比下降 12.21%。

图10: 凉山矿业股权结构图



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图11: 凉山矿业历史盈利情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

凉山矿业旗下四川会理红泥坡铜矿采选工程项目目前仍在建设中, 25 年下半年投产后或将贡献 2.4 万吨铜增量。红泥坡铜矿采选工程项目设计采选规模为 6000 吨/日 (198 万吨/年), 设计为地下开采方式, 采用充填采矿法进行开采, 建设总工期 4 年, 工程于 2022 年 5 月 19 日举行开工仪式, 计划于 2025 年 9 月底建成投运。项目总投资 18.5 亿元, 其中项目建设投资 16.9 亿元。根据《四川省会理县红泥坡矿区铜勘探报告》, 红泥坡铜矿共有 5 个矿体, 截至 2016 年 12 月矿区累计查明 (331+332+333) 工业铜矿体矿石量 3346.1 万吨, 平均品位 1.67%, 铜金属量 55.76 万吨, 同时矿石为多金属伴生, 含有银、钴、硫、铁等有益元素。

表7: 红泥坡铜矿资源量情况

矿石类型	储量级别	矿石量 (万吨)	主金属		伴生组份					
			Cu 品位 (%)	Cu 金属量 (t)	伴生组份品位 (%)			伴生组份金属量 (吨)		
					Co	S	Ag (g/t)	Co	S	Ag (kg)
工业矿	331	776.4	2.26	175754	0.014	2.09	5.25	1108	161987	4077
	332	1432	1.84	263612	0.012	3.31	5.36	1712	474022	7678
	333	1137.7	1.04	118192	0.01	2.46	2.78	1183	280008	3161
	小计	3346.1	1.67	557558	0.012	2.74	4.46	4003	916017	14916
低品位	333	814.5	0.43	35323	0.009	1.61	2.12	727	131313	1727

资料来源: 《凉山矿业股份有限公司四川会理红泥坡铜矿采选工程环境影响报告书》, 民生证券研究院

盈利能力: 按照 7 万元的税前铜价进行测算, 若凉山矿业能注入上市公司, 则红泥坡铜矿对应上市公司 60% 股权的归母净利润或为 3.5 亿元。根据环评测算, 该项目产品为铜精矿、钴硫精矿。铜精矿品位 24%, 达产期产量为 10.3 万吨/年,

年均精矿含铜 2.36 万吨，钴硫精矿产量为 1.52 万吨，钴品位为 0.3%。项目财务内部收益率（税后）为 10.24%，投资回收期（含建设期 4 年）为 10.67 年。根据我们测算，假设环评采用前 10 年铜均价为基准进行利润测算，铜精矿折价系数为 10%，则单吨铜精矿含铜对应的完全成本为 2.75 万元/吨。

**表8：根据环评进行成本测算**

项目	单位	数值
铜精矿含铜产量	万吨	2.36
投资额	亿元	16.9
投资回收期（税前）	年	9.81
投资回收期（税后）	年	10.67
建设期	年	4
年均税前净利润	亿元	2.91
年均税后净利润	亿元	2.53
所得税率	%	12.9%
单吨铜金属税前净利润	元	12325
环评前 10 年铜均价（含增值税）	元/吨	49943
假设铜精矿折价系数	%	90%
<b>单吨完全成本</b>	<b>元/吨</b>	<b>27452</b>

资料来源：《凉山矿业股份有限公司四川会理红泥坡铜矿采选工程环境影响报告书》，民生证券研究院测算

**表9：红泥坡铜矿税后净利润根据铜价变化的弹性**

	铜价（税前）（元/吨）				
	60000	65000	70000	75000	80000
税后净利润（亿元）	4.18	5.00	5.82	6.64	7.45
单吨税后净利润（万元/吨）	1.77	2.12	2.47	2.81	3.16

资料来源：民生证券研究院测算

### 3 盈利预测与投资建议

公司作为中铝集团旗下唯一铜产业上市公司，自身铜矿和冶炼主业稳健发展，同时集团资产注入可期。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 20.01/21.35/22.11 亿元，对应 2023 年 12 月 29 日收盘价的 PE 分别为 11X/10X/10X，维持“推荐”评级。

## 4 风险提示

**1) 铜等金属价格下跌。**公司生产的产品为大宗商品，价格透明，铜等产品价格波动会明显影响公司盈利，若宏观经济下滑，或供给大量释放导致金属价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

**2) 项目进展不及预期。**公司仍有项目在建设中，这些项目的建设仍需投入大量人力物力，可能会受疫情反复等突发情况影响导致项目进展不及预期，届时产量释放节奏将放缓，会对盈利产生影响。

**3) 汇率波动风险。**公司采购的进口铜矿原料和海外投资普遍采用美元结算，若汇率发生较大波动，则可能导致公司产生汇兑损失，进而对公司的盈利能力产生影响。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	134,915	146,348	149,541	151,799
营业成本	128,382	140,597	143,586	145,709
营业税金及附加	448	512	523	531
销售费用	231	249	254	258
管理费用	1,172	951	972	987
研发费用	307	366	374	379
EBIT	4,071	3,776	3,936	4,041
财务费用	742	538	557	538
资产减值损失	-593	-92	0	0
投资收益	150	176	179	182
<b>营业利润</b>	<b>3,309</b>	<b>3,321</b>	<b>3,558</b>	<b>3,685</b>
营业外收支	-62	15	0	0
<b>利润总额</b>	<b>3,246</b>	<b>3,336</b>	<b>3,558</b>	<b>3,685</b>
所得税	590	667	712	737
净利润	2,656	2,669	2,846	2,948
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,809</b>	<b>2,001</b>	<b>2,135</b>	<b>2,211</b>
EBITDA	5,503	5,338	5,652	5,886

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,255	4,863	6,509	8,354
应收账款及票据	135	130	133	135
预付款项	4,482	4,499	4,595	4,663
存货	10,326	11,463	11,802	11,976
其他流动资产	2,505	1,562	1,568	1,573
<b>流动资产合计</b>	<b>22,703</b>	<b>22,517</b>	<b>24,607</b>	<b>26,701</b>
长期股权投资	1,005	1,180	1,360	1,542
固定资产	13,426	13,398	13,259	13,111
无形资产	1,832	1,819	1,813	1,807
<b>非流动资产合计</b>	<b>17,262</b>	<b>17,757</b>	<b>17,783</b>	<b>17,837</b>
<b>资产合计</b>	<b>39,965</b>	<b>40,275</b>	<b>42,390</b>	<b>44,537</b>
短期借款	2,981	4,444	4,444	4,444
应付账款及票据	5,515	5,497	5,614	5,697
其他流动负债	6,074	3,420	3,458	3,486
<b>流动负债合计</b>	<b>14,570</b>	<b>13,362</b>	<b>13,517</b>	<b>13,628</b>
长期借款	8,947	8,387	8,387	8,387
其他长期负债	398	511	511	546
<b>非流动负债合计</b>	<b>9,345</b>	<b>8,898</b>	<b>8,898</b>	<b>8,933</b>
<b>负债合计</b>	<b>23,914</b>	<b>22,260</b>	<b>22,415</b>	<b>22,561</b>
股本	2,004	2,004	2,004	2,004
少数股东权益	2,839	3,506	4,218	4,955
<b>股东权益合计</b>	<b>16,051</b>	<b>18,015</b>	<b>19,975</b>	<b>21,976</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>39,965</b>	<b>40,275</b>	<b>42,390</b>	<b>44,537</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	6.18	8.47	2.18	1.51
EBIT 增长率	57.19	-7.25	4.25	2.67
净利润增长率	178.63	10.65	6.67	3.56
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	4.84	3.93	3.98	4.01
净利润率	1.34	1.37	1.43	1.46
总资产收益率 ROA	4.53	4.97	5.04	4.96
净资产收益率 ROE	13.69	13.79	13.55	12.99
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.56	1.69	1.82	1.96
速动比率	0.40	0.41	0.53	0.66
现金比率	0.36	0.36	0.48	0.61
资产负债率 (%)	59.84	55.27	52.88	50.66
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	0.36	0.32	0.32	0.32
存货周转天数	29.36	30.00	30.00	30.00
总资产周转率	3.41	3.65	3.62	3.49
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.90	1.00	1.07	1.10
每股净资产	6.59	7.24	7.86	8.50
每股经营现金流	3.03	2.42	2.35	2.54
每股股利	0.40	0.44	0.47	0.49
<b>估值分析</b>				
PE	12	11	10	10
PB	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.51	5.68	5.37	5.15
股息收益率 (%)	3.67	4.06	4.34	4.49

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,656	2,669	2,846	2,948
折旧和摊销	1,433	1,562	1,716	1,845
营运资金变动	622	54	-288	-139
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,076</b>	<b>4,850</b>	<b>4,711</b>	<b>5,088</b>
资本开支	-920	-1,468	-1,527	-1,681
投资	-1,875	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,038</b>	<b>-1,841</b>	<b>-1,527</b>	<b>-1,681</b>
股权募资	2,657	0	0	0
债务募资	-3,598	-2,058	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2,273</b>	<b>-3,401</b>	<b>-1,538</b>	<b>-1,563</b>
<b>现金净流量</b>	<b>817</b>	<b>-392</b>	<b>1,646</b>	<b>1,845</b>

## 插图目录

图 1: 公司股权结构 (截至 2023 年三季度末)	3
图 2: 2018-2023Q1-3 公司营收情况	4
图 3: 2018-2023Q1-3 公司归母净利润情况	4
图 4: 2023 年前三季度公司在建工程增长明显	4
图 5: 2023 年前三季度公司现金支出增长明显	4
图 6: 赤峰云铜子公司营收情况 (单位: 亿元)	7
图 7: 东南铜业子公司营收情况 (单位: 亿元)	7
图 8: 赤峰云铜子公司净利润情况 (单位: 亿元)	7
图 9: 东南铜业子公司净利润情况 (单位: 亿元)	7
图 10: 凉山矿业股权结构图	9
图 11: 凉山矿业历史盈利情况	9

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 截至 2022 年底公司保有资源量情况	5
表 2: 矿山企业铜精矿含铜产量情况表	5
表 3: 矿山子公司经营情况	6
表 4: 公司冶炼企业产能及权益情况	6
表 5: 2018-2023H1 公司冶炼企业阴极铜产量情况 (单位: 万吨)	7
表 6: 中国铜业旗下铜板块主要运营主体情况	8
表 7: 红泥坡铜矿资源量情况	9
表 8: 根据环评进行成本测算	10
表 9: 红泥坡铜矿税后净利润根据铜价变化的弹性	10
公司财务报表数据预测汇总	13



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026